



Sveriges lantbruksuniversitet
Swedish University of Agricultural Sciences

Institutionen för ekonomi

Etiska fonder

– En studie för att undersöka om avkastningen skiljer sig mellan etiska och traditionella fonder?

Ethical funds

- A study to examine if the yield differs between ethical and mutual funds?

Ranja Abounaja El khabbaz

Etiska fonder – En studie för att undersöka om avkastningen skiljer sig mellan etiska och traditionella fonder

Ethical funds – A study to examine if the yield differs between ethical and mutual funds

Ranja Abounaja El khabbaz

Handledare: Katarina Elofsson, Sveriges lantbruksuniversitet (SLU),
Institutionen för ekonomi

Examinator: Ing-Marie Gren, Sveriges lantbruksuniversitet (SLU),
Institutionen för ekonomi

Omfattning: 15 hp

Nivå och fördjupning: G2E

Kurstitel: Självständigt arbete i nationalekonomi

Kurskod: EX0540

Program/utbildning: Ekonomi – kandidatprogram

Fakultet: Fakulteten för naturresurser och jordbruksvetenskap (NJ)

Utgivningsort: Uppsala

Utgivningsår: 2014

Serienamn: Examensarbete/SLU, Institutionen för ekonomi

Nr: 846

ISSN: 1401-4084

Elektronisk publicering: <http://stud.epsilon.slu.se>

Nyckelord: Avkastning, etiska fonder, fonder, prestationsmått, regressionsanalys, risk, riskjusterad avkastning



Sveriges lantbruksuniversitet
Swedish University of Agricultural Sciences

Institutionen för ekonomi

Förord

Jag vill börja med att rikta ett stort tack till min handledare, Katarina Elofsson, för all vägledning och stöd i skivarplassen. Jag vill även tacka min familj och min man som givit mig stöd, motiverat mig och trott på mig under skrivandets gång.

Uppsala Maj 2014

Ranja Abounaja El khabbaz

Summary

As the environmental and social responsibility has become a central question globally many individuals have shown a willingness to make a standpoint in this matter when it comes to daily matters as consumption. This has led to a creation of goods in a new form to adapt to consumers preferences. The phenomenon is most commonly used for food where many good is found both in a traditional form and as a ecological alternative, but it also occurs for investments. The fund market consist of many different types of funds, a relative new fund category is the Ethical funds which take environmental and social responsibility into account when they choose which company to invest in. As these funds are subject to a restriction, it is interesting to know if they are performing in accordance with the traditional funds or if there is a difference. This question is particularly interesting since investor primary goal is usually to maximize the return on their investment.

This paper thus aims to answer whether there is any difference in performance between ethical and conventional funds, and if so, how large it is. To answer the question four risk - adjusted performance measurement are evaluated; The Sharpe ratio, Alpha, Average return and Morningstar rating by four regression analyzes. The number of funds included in the study is 60 of which 27 of these are ethical funds and the remaining Mutual funds.

The result proves that there are statistically significant differences in performance between ethical and conventional funds, where the ethical funds affect performance negatively. Another significant explanatory variables in the study is whether the fund invests in Sweden or Europe. The conclusion is thus that individuals investing in ethical funds have to sacrifice some of their returns compared with if they had invested in mutual funds.

Sammanfattning

I takt med att miljö och socialt ansvarstagande blivit en central fråga globalt har även många privatpersoner fått en vilja att ta ställning i dessa frågor när de gäller vardagliga ärenden som konsumtion. Detta har lett till att många varor skapats i ny form som anpassar sig efter konsumenternas preferenser. Fenomenet är vanligast för matvaror, där många varor numera både existerar i sin traditionella form samt som ekologiskt alternativ, men förekommer också för investeringar. I fondmarknaden idag finns etiska fonder som tar hänsyn till miljö och socialt ansvarstagande när de väljer bolag att investera i. Då dessa fonder lyder under en restriktion är det intressant att veta om de presterar i enlighet med de traditionella fonderna eller om det finns en skillnad. Frågan är särskilt intressant då investerarens främsta mål vanligtvis är att maximera avkastningen på sin investering.

Denna uppsats söker således svar på om det finns någon skillnad i prestation mellan etiska och traditionella fonder och i sådant fall hur stor den är. För att besvara frågan utvärderas fyra olika riskjusterade avkastningsmått; Sharpekvoten, Alfa, Genomsnittlig avkastning och Morningstar rating, genom fyra regressionsanalyser. Antalet fonder som ingår i studien är 60, varav 27 av dessa är etiska fonder och resterande traditionella.

Resultatet påvisar att det förekommer statistiskt signifikanta skillnader i prestation mellan de etiska och traditionella fonderna, där de etiska fonderna påverkar prestationen negativt. En annan signifikant förklarande variabler i undersökningen är huruvida fonden placerar i Sverige eller Europa. Slutsatsen är således att personer som investerar i etiska fonder måste offra en del av sin avkastning jämfört med om de hade investerat i traditionella fonder.

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning.....	vi
1. Introduktion.....	1
1.2 Syfte och frågeställning	2
1.3 Disposition	2
2. Tidigare forskning	3
3. Fonder	3
3.1 Aktiefonder	4
3.2 Räntefonder.....	4
3.3 Hedgefonder.....	4
3.4 Etiska fonder.....	4
4. Risk och avkastning.....	6
4.1 Riktlinjer för risksättning	6
4.2 Konsumentbeslut kring avkastning, risk och etik	8
5. Prestationsmått	11
5.1 Sharpekvoten	11
5.2 Treynorkvoten	11
5.3 Jensens Alfa	12
5.4 Morningstar rating	12
6. Metod	13
6.1 Regressionsanalys.....	13
6.2 Data	15
6.2.1 Variabler	16
6.2.2 De studerade fonderna	18
6.2.3 Beskrivande statistik.....	19
7. Resultat.....	20
7.1 Regressionsstatistik	21
7.2 Tolkning av regressionsstatistik.....	21
9. Diskussion och Slutsats.....	23
10. Referenser	26

1. Introduktion

Konsumenter idag blir alltmer medvetna och angelägna om att de handlar varor där rättvisa förekommer i alla led. Detta har både lett till ett större utbud av varor anpassade till konsumenters preferenser såsom ekologiska varor och redovisning av gott arbete som företagen utför för att bevisa det man gjort. Detta är möjligen tydligast för de vardagliga varor konsumenter köper såsom mjölk och andra matvaror medan andra industrier fortfarande inte är lika utvecklade. Vanligt är det också att konsumenter är beredda att betala ett högre pris för dessa varor, möjligtvis för att de anser att det är värt nyttan man upplever att man medför till genom köpet.

En annan vara som i stort sett alla svenskar kommer i kontakt med men som människan vid första anblick kanske inte tros kan påverka i alla led är fonder. Faktum är att andelen av den svenska befolkningen som investerar i fonder ökar succesivt. År 2012 var andelen av den svenska befolkningen som investerade i fonder 76 procent. Utöver det är andelen svenskar i åldersgruppen 18-72 år som placerar sin premiepension, en del av pengarna som tjänats in till pensionen, i fonder 100 procent (Fondbolagen, a). Detta innebär att den övervägande delen av befolkningen kan göra ett aktivt val gällande vilket bolag dess pengar ska placeras i. Valet av fond innehåller flera faktorer att ta hänsyn till vilket många investerare löser genom att ta hjälp av någon vid val av fond. Enligt en undersökning gjort på uppdrag av Fondbolagensförening väljer gemeneman fonder till 54 procent utifrån en rådgivares rekommendationer medan 17 respektive 16 procent väljer utifrån bekants rekommendationer och fondbolags rekommendationer (Fondbolagens förening, a).

Fonderna på marknaden är indelade i olika kategorier beroende på vad dom investerar i. De stora kategorierna är Aktiefonder, Räntefonder och Hedgefonder, vilka i sin tur har underkategorier. En relativt omdebatterad aspekt inom samtliga fonder är vare sig fonden är etiskt försvarbar eller inte. Detta är dels något som vuxit fram i samband med att konsumenter i dagens samhälle visat intresse av ta ställning gällande sociala och miljömässiga problem genom deras inköpsbeteende, och dels på grund av uppmärksamheten i media som uppkommit i samband med att företag avslöjats för exempelvis miljöförstörande arbete. Detta har lett till en marknad för etiska fonder, också kallade Social responsible investments, SRI fonder och ansvarsfulla investeringar. Denna marknad är dock fortfarande väldigt liten jämfört med marknaden för traditionella fonder, i jämförelse utgör de etiska fonderna endast 10 procent av marknaden för de traditionella fonderna (Veckans affärer). Enligt ovannämnd undersökning representerar endast 4 procent av de tillfrågade fonder sådana som tar hänsyn till etiska och miljömässiga frågor, medan 34 procent av respondenterna svarar att det faktum att fonden är Etisk är en av de viktigaste faktorerna vid val av fond (Fondbolagens förening, a). Detta indikerar på att viljan att det finns en vilja att ta ställning i detta område men att det inte tas i lika stor grad.

Trots att denna marknad existerar och är växande så utgör den tidigare nämnt en relativt liten del av hela fondmarknaden. Att utbudet är relativt litet beror rimligtvis på att efterfrågan också är relativt liten. Att efterfrågan på de etiska fonderna antas skilja sig från traditionella fonder, på grund av efterfrågans storlek, kan bero på flera faktorer. Då investerare söker maximal avkastning för sitt placerade kapital kan skillnader i avkastning vara en avgörande faktor vid val av fond. En annan faktor kan vara att människor har mindre benägenhet att ta ställning när det kommer till sitt kapital jämfört med när dom handlar vardagliga varor som mat. Men även på grund av brist i information om vad en etisk fond är och hur den presterar på marknaden jämfört med andra fonder.

Trots att Fondbolagens undersökningar indikerar att folk vill ta hänsyn till ansvarsfulla placeringar i sina investeringar speglas deras vilja inte av marknaden i nuläget. Därför är det intressant att veta hur de etiska fonderna presterar i jämförelse med traditionella fonder för att se om ställningstagandet "kostar" genom sämre avkastningen, eller om dessa presterar likvärdigt eller mer. Det är även av intresse att veta vad en etisk fond är per definition för att eventuellt uppleva den ökade nyttan tack vare det.

1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med denna uppsats är således att redogöra för vad en etisk fond är och undersöka skillnaden i prestation mellan etiska och traditionella fonder, om skillnad i prestation förekommer söker uppsatsen svara på hur stora skillnaderna är. Uppsatsen avgränsas genom att endast behandla fonder som är öppna för svenska småsparare. Definitionen på vad som konstituerar en etisk fond kan skilja sig mellan olika länder. I uppsatsen kommer den svenska definitionen baserad på lagar eller andra riktlinjer att användas.

För att avgränsa undersökningen tidsmässigt kommer den behandla en tioårig tidsperiod, detta anses relevant för frågeställningen då en fondinvestering oftast är ett långsiktigt sparande. Tidsintervallet för datasetet som uppsatsen behandlar blir således 2004-2014.

1.3 Disposition

Uppsatsen presenterar inledningsvis ett teoretiskt kapitel där tidigare forskning i uppsatsämnet redovisas följt av teorier kring sambandet mellan risk och avkastning och konsumentbeteende i samband risk. Vidare följer en beskrivning av vad en fond är samt en redogörelse av olika prestationsmått för att kunna utvärdera fonderna. Efterföljande kapitel förklarar metoden som uppsatsen utgått ifrån för att besvara frågeställningen samt presenterar datasetet i studien. Resultaten presenteras och analyseras därefter och följs av en diskussion samt slutsats.

2. Tidigare forskning

Merparten av forskningen inom detta område har gjorts för länder utanför Sverige, och har visat på oenighet kring resultatet om skillnaden i avkastning mellan etiska och traditionella fonder. En del studier visar att skillnaden i avkastning mellan fondkategorierna inte är statistiskt signifikant, medan en del visar att avkastningen skiljer sig signifikant.

Leite och Ceu Cortez påvisar, i samband med en studie gjord på franska fonder, att prestationen mellan de etiska och traditionella fonderna är likvärdiga och att franska investerare som väljer de etiska fonderna inte behöver offra finansiella resultat för att tillfredsställa sina miljömässiga och sociala preferenser. Metoden de använde i sin studie var en multifaktor regressionsmodell (Leite och Ceu Cortez, 2011). En studie gjord på den Spanska marknaden påvisar resultat i samma riktning, att det inte finns någon signifikant skillnad i avkastningen mellan fondkategorierna, även denna studie grundar sig på en Multifaktor regressionsmodell (Fernandez - Izquierdo & Matallin-Saez, 2008). En annan studie som påvisar liktydigt resultat hävdar även att de etiska fonderna är mer stabila och till och med skulle prestera bättre än traditionella fonder i kristider. Studien är utförd på fonder i Storbritannien, både fonder som placerar lokalt och internationellt och metoden studien baseras på är en regressionsanalys (Gregory och Whittaker, 2005).

Å andra sidan finns undersökningar som påvisar motsatt resultat. Havemann och Webster har gjort en studie baserad på fonder i Storbritannien och konstaterar att de etiska fonderna i genomsnitt genererar lägre avkastning och lägre risk. De skapar med hjälp av en etablerad indexutgivare fem olika index för de etiska fonderna och jämför sedan prestationen för fonderna mot sina index för att se om prestationen skiljer sig statistiskt signifikant (Havemann och Webster, 1999). Liktydigt resultat påvisas av Basso och Funari som konstaterar att de etiska fonderna sänker investeringens avkastning. De har utfört en Data envelopment analys som mäter effektiviteten hos fonderna, i sin studie rangordnas även de etiska fonderna utifrån grad av etik (Basso och Funari, 2003).

3. Fonder

Detta stycke ämnar skapa större förståelse för vad en fond är och vad som skiljer olika typer av fonder åt. Särskilt redovisas för vad en Etisk fond är och hur riktlinjerna för den typen av fond ser ut.

En fond är en portfölj som består av olika värdepapper vilka ägs gemensamt av alla som investerat i fonden. Om värdet på fondens tillgångar ökar, ökar även värdet på den investerade delen och vice versa. Fonden förvaltas av en eller flera personer i ett bolag vilket anges i fondens bestämmelser. Fonden kan investera i olika typer av värdepapper och på olika marknader, inriktningen står i fondens bestämmelser och beskriver även fondens typ. De tre huvudkategorierna är aktiefonder, räntefonder och hedgefonder, nedan följer en utförligare beskrivning av respektive (Finansportalen, a).

3.1 Aktiefonder

Den huvudsakliga investeringen sker i aktier, vilket som regel är associerat med högre risk. Fondens tillgångar ska minst bestå av 75 procent aktier eller aktierelaterade värdepapper och måste enligt svensk lag bestå av investeringar i minst 16 olika aktier. Inom denna kategori finns även underkategorier såsom regionfonder, branschfonder och etiska fonder. Regionfonderna har en specifik geografisk inriktning baserat på region eller land medan Branschfonderna specialiserar sig på fonder inom en specifik bransch såsom läkemedel eller teknik. De etiska fonderna investerar i företag som tar hänsyn till god etik och ansvarstagande gällande sociala och miljömässiga frågor (Fondmarknaden).

3.2 Räntefonder

En räntefond placerar sina tillgångar i räntebärande värdepapper med en given ränta och är till sin karaktär associerade med låg risk. Avkastningen beror på hur räntan utvecklas i samhället. Fonderna delas vanligtvis in i två typer, beroende på dess löptid, långa och korta räntefonder. En lång räntefond har en löptid längre än ett år, vanligtvis obligationer. Medan en kort räntefond har en löptid på mindre än ett år, vanligtvis statsskuldväxel (Fondmarknaden, b).

3.3 Hedgefonder

Hedge betyder "skydda" och är en kategori vars mål är att skydda placeringen från värdefall och därmed uppnå positiv avkastning oavsett marknadsutvecklingen. Hedgefonder omfattar många olika specialfonder med den gemensamma faktorn att de har friare investeringsregler än andra kategorier. För att öka avkastningen kan fonden placera i olika derivat eller använda belåning. Särskilt för dessa fonder är att förvaltarens skicklighet och erfarenhet har större betydelse för avkastningen (Fondmarknaden, c).

3.4 Etiska fonder

De etiska fonderna är fonder som tar hänsyn till särskilda investeringskriterier utifrån etisk karaktär. Det finns dock ännu ingen juridisk definition på vad som konstituerar en etisk fond. Fonderna investerar vanligtvis i företag som aktivt arbetar för att förbättra miljön eller rättvisan alternativt avstår fonden i att investera i företag som handlar med vapen, tobak eller alkohol (Fondmarknaden, d)

Urvalet av etiska fonder kan delas in i två kriterier; positiva kriterier och negativa kriterier. Positiva urvalskriterier innebär att fonden investerar i företag som tar hänsyn till miljö och etiska frågor, och negativa urvalskriterier innebär att fonden avstår att investera i företag som handlar med vapen, tobak och alkohol. Gränsdragningen för när en etisk fond väljer att avstå att investera i ett företag är

vanligtvis när 5 procent eller mer av företagets intäkter kommer från ovannämnd handel (Fondbolagens förening, b). För att kontrollera att bolag lever upp till de etiska kriterierna brukar fondbolag utföra stickprovsbesök, så kallad screening.

Det finns många organisationer som arbetar för ansvarsfulla investeringar, dessa arbetar bland annat med att skapa riktlinjer för när en fond kan kallas etisk och hur redovisning av de etiska arbetet samt marknadsföringen av dessa ska ske. *Den etiska nämnden för fondmarknadsföring, ENF*, är en av dessa organisationer och de har bland annat tagit fram kriterier för när en fond kan marknadsföras som etisk. För att skapa förståelse av vad som krävs för att en fond ska kallas etisk följer en presentation av ENFs kriterier nedan.

1. Förvaltningsbolaget måste ha en väldefinierad process för val av investering.
2. Förvaltningsbolaget måste ha en funktion för att kontinuerligt kontrollera och säkerställa att den valda processen följs.
3. Om fondbolaget angivit att investering i specifik fond är baserat på negativa urvalskriterier får högst 5 procent av fondens omsättning komma ifrån verksamhet som inte följer kraven för det.
4. Fondbolaget ska på ett tydligt sätt presentera placeringspolicy, urvalskriterier och omsättningsgränser för fonden. Samt redovisa hur urvalsprocessen sker och hur den kontrolleras och säkerställs.
5. Fondbolaget ska i sin årsberättelse och halvårsredovisning redovisa hur placeringspolicyn uppfyllt, och de fall den inte uppfyllts ska bolaget redovisa vilka åtgärder som vidtagits på grund av detta (Fondbolagens förening, b).

Detta är dock riktlinjer och inte lagar, målet är likväl att dessa ska följas och att investeraren själv ska kunna bedöma om en fond lever upp till dess personliga preferenser. Vid avvikelse från dessa riktlinjer kan den etiska nämnden för fondmarknadsföring komma ut med varningar till fondbolagen.

En annan organisation med liknande inriktning är PRI, *Principles for Responsible Investment*, vilken är ett FN initiativ med riktlinjer för fondbolagens arbete med ansvarsfulla investeringar. Basen för riktlinjerna anges i sex icke bindande principer som företag kan underteckna att följa, riktlinjerna anger förväntningarna på de undertecknade företaget (Principles for Responsible Investment). Trots att principerna ej är bindande är det vanligt att företag anger att de har signerat dessa, möjligen för att visa sina kunder att man tar ställning.

Princip 1: Vi ska integrera miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter, även kallat ESG, i investeringsanalys och beslutprocess.

Princip 2: Vi ska vara aktiva ägare och integrera miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter frågor i våra riktlinjer och i arbetet.

Princip 3: Vi ska verka för att integrera miljö-, samhälls- och ägarstyrningsaspekter frågor ska integreras i företag vi investerar i.

Princip 4: Vi ska arbeta för kring större acceptans och implementering i finansindustrin.

Princip 5: Vi ska samarbeta för att implementera principerna på ett effektivt sätt.

Princip 6: Vi ska redovisa våra aktiviteter och vår utveckling mot att följa principerna.

Om undertecknat företag avviker från principerna utges varning.

4. Risk och avkastning

Viktiga aspekter att beakta innan en investering genomförs är placeringshorisont sparmål och risk och vidare vilken typ av fond som passar ens preferenser (Rådgivning på värdepappersmarknaden, 2013).

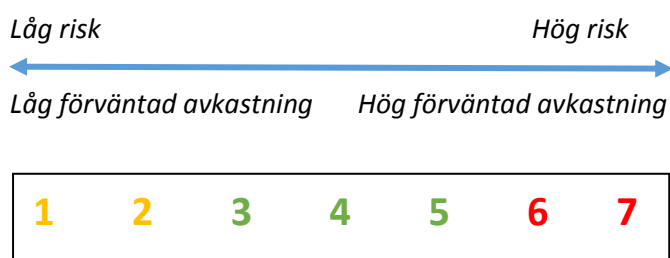
En investering är oavsett struktur förknippad med en del riskfaktorer. En del av de mest centrala är marknadsrisk, likviditetsrisk och kreditrisk. För fonder är dock marknadsrisken den mest väsentliga risken, och innebär risken för att värdet ska öka eller sjunka vilken vanligtvis mäts i standardavvikelser. Likviditetsrisken för en fond är risken att omsättningen är låg i en specifik fond. Detta kan leda till stora skillnader mellan köp- och säljkurser och hanteras genom regler för vilka värdepapper en fond får investera i, för att sprida risken. Kreditrisken talar om risken för att betalning ska utestå och detta hanteras med hjälp av kreditvärderingar som talar om hur stor kreditrisk en fond tar. Den totala risken för en fond innefattar i sin tur är marknadsrisken samt den unika risk som grundar sig på vilken bransch eller företag investeringen görs i, vilket även kallas den systematiska risken. Den i stort sett enda risken som går att diversifiera bort är den unika risken, och därför kan investeraren minska den totala risken genom att diversifiera sin portfölj (Rådgivning på värdepappersmarknaden, 2013).

4.1 Riktlinjer för risksättning

Fondbolag och finansiella aktörer lyder under Lagen för värdepapper vilken till stor del är baserad på EUs direktiv Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS. Enligt Lagen för värdepapper Kapitel 4 § 15, ska det för varje fond existera en informationsborshyr som gå under

namnet Key investor information document, en så kallad KIID. Denna ska innehålla fondens bestämmelser och all annan relevant information så att investeraren kan göra en bedömning av fonden och risken som är associerad med en investering i den, riskprofilen ska vara tydlig och begriplig för gemeneman (Riksdagen).

Rekommendationer för hur risken ska beräknas i enlighet med UCITS är utformade av ESMA, The European Securities and Markets Authority. Riskskalan är 7-gradig och är en risk och avkastningsindikator som är gemensam för alla fonder i EU (Committee of European Securities Regulators, 2010). Nedan, i Figur 1, illustreras relationen mellan avkastning och risk enligt de gemensamma riskgraderna för fonder i EU.



Figur 1: Gemensam rankning av risk och förväntad avkastning Källa: Egen bearbetning inspirerad av Committee of European Securities Regulators.

För att uppskatta risken och således en indikation den förväntade avkastningen som en fond har utgår beräkningen från tidigare avkastningar. Framtida avkastning antas således likna tidigare avkastning. Indelningen av riskklasserna är baserad på historisk volatilitet som beskriver svängningarna på fondens värde över tid och uttrycks i standardavvikelser. Beräkningen baseras på veckovis mätt avkastning över de senaste fem åren. Fondens volatilitet ska beräknas för fem år därpå omräknas till årsbasis genom standardmetod enligt ekvation (1) (Committee of European Securities Regulators, 2010):

$$(1) \text{ Volatilitet} = \sigma_f = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1} (r_{f,t} - \bar{r}_f)^2}$$

Där fondens avkastning (r_f, t) mäts över T icke överlappande perioder med varaktigheten $1/m$ år. Och där \bar{r}_f är medelvärdet av avkastningen i fonden över T -perioder. Nedan presenteras Tabell 1 som visar sambandet mellan volatilitet och riskklass.

Tabell 1: Samband mellan riskgrad och volatilitet

Risk	Volatilitet
1	0-0,5 %
2	0,5-2 %
3	2-5 %
4	5-10 %
5	10-15 %
6	15-15%
7	25 → %

Tabell 1: Sambandet mellan riskgrad och fondens volatilitet Källa: Egen bearbetning inspirerad av Committee of European Securities Regulators

Ett annat välkänt riskmått inom ekonomiska teorier är Beta. Den mäter till skillnad från fondens egen volatilitet standardavvikelsen i förhållande till fondens marknad som helhet, ofta ett index. Beta mäter således endast den systematiska risken och inte den totala risken enligt ovan (Rådgivning på värdepappersmarknaden, 2013).

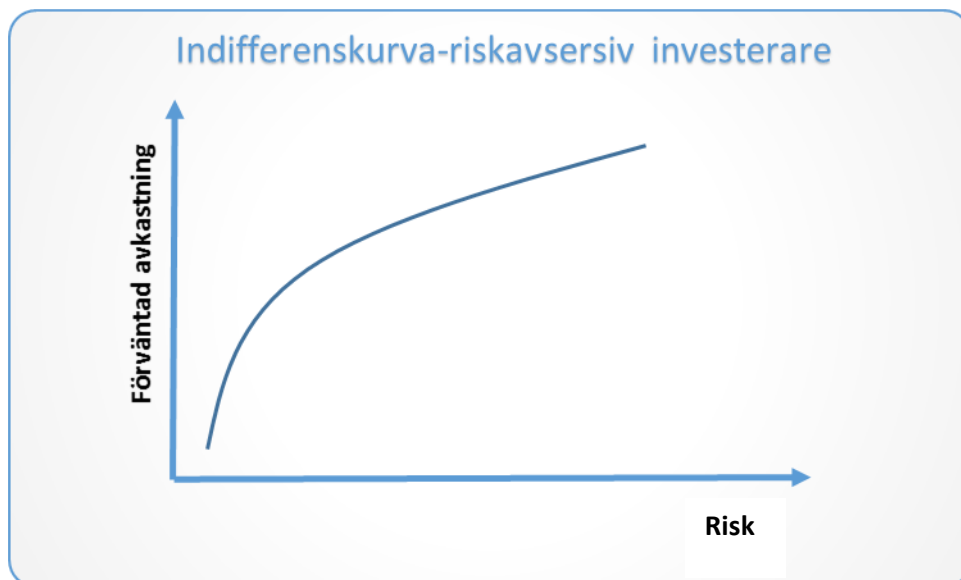
Vid granskning av fondens volatilitet är det av stor vikt att förstå att volatiliteten baseras på historisk värdeförändring och endast är en indikator på framtida avkastning. Den förväntade avkastningen grundar sig på historisk volatilitet och analyser av framtida utfall. Den faktiska avkastningen kan likväl vara annorlunda och därmed ska inte volatiliteten ses som en prognos på framtida avkastning.

4.2 Konsumentbeslut kring avkastning, risk och etik

Vid val av investering görs beslutet under osäkerhet, då den framtida utfallet av en investering aldrig kan förutspås. Den förväntade avkastningen grundar sig som tidigare nämnt vanligtvis på historisk avkastning och analys av framtida utfall men utfallet är aldrig säkrat. Då syftet med en investering primärt är att generera avkastning antas den förväntade nyttan av investeringen vara den förväntade avkastningen. Den förväntade avkastningen beror i sin tur på fondens riskgrad och därmed på investerarens riskattityd. Utgångspunkten i modern portföljteori är att investerare är riskaversiva, vilket innebär att de generellt kräver högre förväntad avkastning vid högre risktagande (Rådgivare på värdepappersmarknaden, 2013). Givetvis finns det även investerare med andra typer av riskattityder, motsatsen till den riskaversiva är riskälskaren och däremellan finns även den riskneutrala (Nationalekonomi).

En investerares nyttofunktion kan illustreras som en indifferenskurva där investeraren är indifferent mellan olika tillgångar längst hela kurvan då den beskriver riskattityden anknuten till investerarens preferenser. Lutningen på indifferenskurvan anger den Marginella graden av substituerbarhet, MRS, och beskriver förändringen i Y variabeln vid ökning av X variabeln med en enhet. MRS anger således i detta fall förändringen i den förväntade avkastningen vid ökning av riskgrad med en enhet.

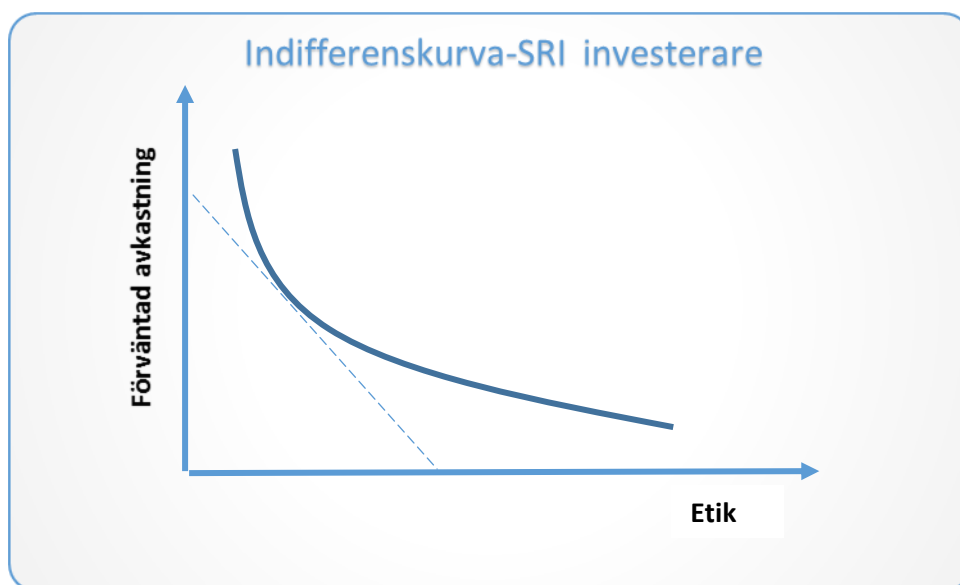
Vid antagandet att investeraren är riskaversiv innebär det att investeraren vill bli kompenserad med högre förväntad avkastning (Y) vid ökning av risk (X) med en enhet för att stanna på samma nyttonivå. Nyttofunktionen för de riskaversiv investeraren är konkav. Det innebär också att investeraren har avtagande marginalnytta, alltså att denne värderar en extra enhet förväntad avkastning lägre ju mer förväntad avkastning denne har. En riskälskande investerare skulle tvärtom ha en konvex indifferenskurva innebärande villighet att addera stor del risk för att öka förväntad avkastning med en enhet. Medan en riskneutral investerare skulle ha en rät indifferenskurva innebärande beredskap att öka risk lika mycket som denne blir kompenserad med förväntad avkastning. Nedan, i Figur 2, illustreras en indifferenskurva för en riskaversiv person, övriga riskattityder illustreras inte då antagandet, i enlighet med modern portfölj teori, görs om att investerare är riskaversiva.



Figur 2: Illustration av en indifferenskurva för en riskaversiv investerare. Lutningen på kurvan visar den marginella graden av substituerbarhet och indikerar i detta fall att investeraren vill ha en högre förväntad avkastning för att öka risk med enhet Källa: Egen bearbetning

Å andra sidan kan investerare som värdesätter miljö eller andra sociala frågor tänkas uppleva ytterligare nytta direkt genom ägandet av de etiska fonderna, utöver övriga faktorer som förväntad avkastning. Tidigare studier som undersöker skillnader mellan investerare har i likhet med denna studie antagit att SRI investerare har multi attribut nyttofunktion, vilket medför ytterligare en faktor att ta hänsyn till vid val av investering. Bollen har även undersökt investerares beteende och funnit att beteendet hos SRI investerare skiljer sig från beteendet hos vanliga investerare, och menar att SRI investerare är mer lojala mot företagen och att penningflödet och volatiliteten är lägre i etiska fonder (Bollen, 2006).

Nyttofunktionen för SRI investerare kan därmed tänkas skilja sig från den vanliga investerarens. SRI investeraren antas i denna uppsats ha en konkav nyttofunktion som hänsyn till förväntad avkastning och etik, vilket innebär att denne är villig att ge upp en större mängd förväntad avkastning för att få en extra enhet etik. Nedan, i Figur 3, illustreras en indifferenskurva för en SRI investerare som är riskaversiv. Hypotesen i denna uppsats är att denna typ av fond generellt har en lägre förväntad avkastning då etiken i en fond antas kosta då fonden är bunden till en restriktion som inte finns för den vanliga fonden.



Figur 3: Illustration av en indifferenskurva för en SRI investerare med preferenser enligt ovan. Marginella graden av substituerbarhet visar att investeraren är villig att ge upp en mängd förväntad avkastning för att öka etik med en enhet, den streckade linjen illustrerar den restriktionen som SRI fonden lyder under. Källa: Egen bearbetning.

5. Prestationsmått

För att en investerare ska kunna jämföra investeringsalternativ finns olika prestationsmått som avser fungera som ett utvärderingsverktyg. Dessa mäter exempelvis ämnar den riskjusterade avkastningen, prestationen för en investering med hänsyn till dess risk. Några utav de mest refererade prestationsmåten är Sharpekvoten, Treynorkvoten och Jensens alfa.

5.1 Sharpekvoten

Sharpekvoten är ett mått utvecklat av William Sharpe och är avsett för att mäta den riskjusterade avkastningen. En hög Sharpekvot innebär en bra riskjusterad avkastning, vid jämförelse mellan olika tillgångars kvot är den högsta kvoten den bästa då investeraren för maximal avkastning givet tagen risk. En negativ Sharpekvot däremot innebär att en mindre riskklass skulle prestera bättre än den som analyserats (Investopedia). Beräkningen utförs genom att subtrahera den riskfria räntan från den förväntade avkastningen i en portfölj dividerat med risken mått som standardavvikelsen, för portföljen enligt ekvation (2) nedan. Begränsningen med Sharpekvoten är att resultatet av analysen endast är pålitlig om fonderna agerar på samma marknad, därmed kan jämförelse mellan fonder på olika marknader inte göras med denna metod (Morningstar, a).

$$(2) S = \frac{\bar{r} - r_f}{\sigma_p}$$

Där:

\bar{r} = är den förväntade avkastningen på portföljen

r_f = är den riskfria räntan

σ_p = är portföljens standardavvikelse.

5.2 Treynorkvoten

Treynorkvoten är ett riskjusterat mått på avkastningen utvecklat av Jack Treynor. Detta prestationsmått mäter till skillnad för Sharpekvoten endast den systematiska risken och använder på så sätt beta som riskmått (Rådgivning på värdepappersmarknaden, 2013). Detta mått mäter således hur stor avkastning som erhållits utöver avkastningen som en riskfri investering hade givit. Beräkningen utförs genom att man subtraherar avkastningen på en riskfri portfölj från den avkastningen på hela portföljen dividerat på portföljens Beta enligt nedanstående ekvation (3).

$$(3) T = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

Där:

R_p = Den genomsnittliga avkastningen för portföljen under aktuell period

R_f = Den genomsnittliga avkastningen för den riskfria räntan

β = Portföljens Betavärde under perioden

5.3 Jensens Alfa

Jensens alfa är ett riskjusterat avkastningsmått som anger hur mycket fondens avkastning avviker från den förväntade avkastningen, liksom Treynorkvoten använder denna metod Beta som mått på risken. Ett positivt värde på Alfa innebär att tillgången överpresterat den förväntade avkastningen och är oftast ett tecken på att den sköts av en skicklig förvaltare (Rådgivning på värdepappersmarknaden). Beräkning av Alfa utförs enligt nedanstående ekvation (4):

$$(4) \alpha = R_p - R_f - \beta * (R_m - R_f)$$

Där:

R_p = Den genomsnittliga avkastningen för portföljen under aktuell period

R_f = Den genomsnittliga avkastningen för den riskfria räntan

β = Portföljens Betavärde under perioden

R_m = Den historiskt observerade genomsnittliga avkastningen på marknadsportföljen

5.4 Morningstar rating

Morningstar är ett fondinformationsbolag som avser att publicera lättillgänglig, objektiv och tillförlitlig information om svenska och globala värdepappersfonder. Huvudfaktorerna vid val av fond beskrivs som historisk avkastning, risk och kostnader och är därför de tre centrala faktorer som behandlas för att investerare ska kunna jämföra fonder själva. Bolaget har etablerat ett eget prestationsmått, Morningstar Europe rating, som anges i 1-5 stjärnor och som är avsett för att jämföra fonder inom samma kategori för att ge pålitlig jämförelse. Nyckelfaktorerna vid rating är således: Morningstar kategorier, samtliga avgifter och riskjusterad avkastning de senaste 3, 5 och 10 åren. Investerarna antas vara riskaversiva och ogillar således stora svängningar i tillgångens kurs, vilket tas hänsyn till i deras rating (Morningstar, b). Morningstars riskjusterade avkastning definieras enligt ekvation (5) nedan (Morningstar, b).

$$(5) \frac{1}{T} \sum (1 + R_{Gt}^{-\gamma})^{-12/\gamma}$$

Där:

R_{Gt} = justerad överavkastning

γ = Graden av riskaversion (Beräknad vara =2 av Morningstars fondanalytiker)

T = Antalet månader avkastningen beräknas på

6. Metod

För att besvara huruvida signifikanta skillnader i fondernas prestation förekommer mellan etiska och traditionella fonder, och i sådant fall hur stora det är utförs en deduktiv kvantitativ studie. Att studien är kvantitativ innebär att datasetet som behandlas är kvantifierbart. Vidare innebär deduktiv teori att en hypotes härleds utifrån teoretiska överväganden som rör ett specifikt område, därefter prövas hypotesen för att sedan bekräftas eller förkastas och därefter utfört en analys som åter kopplas till teorin (Bryman A., 2008). Undersökningen utförs i form av Multipel linjär regression som estimeras med Ordinary least square, OLS.

Hypotesen är som tidigare nämnt, i Kapitel Nyttofunktioner och indifferenskurvor, att de etiska fonderna har en sämre prestation jämfört med de traditionella fonderna då de lyder under särskilda restriktioner.

Uppsatsen kommer att undersöka prestationen för fonderna genom att analysera fyra olika prestationsmått; Sharpekvoten, Genomsnittlig avkastning, Alfa samt Morningstar rating, därmed kommer fyra regressioner att utföras.

6.1 Regressionsanalys

Denna analysmetod ämnar undersöka de statistiska sambanden mellan en beroende variabel, Y, och en eller flera oberoende variabler X_1, X_2, X_n . Analysen beskriver de oberoende variabelernas effekt på Y, när alla andra variabler är konstanta. Grundmodellen följer i ekvation 6 nedan:

$$(6) Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_nX_n + E$$

Där:

Y = Den beroende variabeln

B_0 = Interceptet, det förväntade värdet på Y när alla X är 0

B = Regressionskoefficient för X, genomsnittlig förändring i Y när X ändras med en enhet

X = Den oberoende variabeln

N = Antal observationer

E = Felterm

För att estimerar regressionskoefficienterna används OLS, beräkningarna utförs med hjälp av datorprogrammet Excel. Detta innebär att en rät linje anpassas efter de observerade värdena genom att addera avstånden från värdena till linjen och minimerar summan på avstånden (James et. Al. 2011).

För att utvärdera resultaten av regressionsanalysen studeras ett antal värden, samtliga mäter hur väl de estimerade värdena beskriver datasetet. Nedan följer en beskrivning av de värden som kommer att studeras för att utvärdera regressionsanalysen i denna uppsats.

Förklaringsgrad (R^2): Regressionens R^2 beskriver hur väl variationen i den beroende variabeln kan förklaras av variationen i de oberoende variablerna. I en Multipel linjär regression ökar R^2 i samband med att antalet oberoende variabler ökar, vilket innebär att fler oberoende variabler kan ge en hög förklaringsgrad av fel orsak. Undantaget om estimerade koefficienten är lika med noll. R^2 antar ett värde mellan 0 och 1 där ett högt värde som möjligt är önskvärt då de innebär att de oberoende variablerna förklarar den beroende variabeln till hög grad (James et. Al. 2011).

Justerad förklaringsgrad: För att kontrollera för missvisande förklaringsgrad i samband med ovanstående problem kan en justerad förklaringsgrad användas. Den justerade förklaringsgraden tar hänsyn till antalet oberoende variabler och ger därmed ett sätt ett mer tillförlitligt värde. Likt R^2 antar den justerade R^2 ett värde mellan 0 och 1 (James et. Al. 2011).

Standardfel: Standardfel för en regression anger standardavvikelsen på det skattade värdet för beroende variabeln. Den anger således spridningen från regressionslinjen på det skattade Y-värdet.

Koefficient: I en regression skattas B-koefficienter för de oberoende variablerna, dessa anger hur stor effekt en extra enhet av den specifika variabeln har på den beroende variabeln. Viktigt när man studerar koefficienterna är att först se om de är signifikanta, det vill säga om man kan fastställa att variabeln har statistiskt säkerställd effekt. Om variabeln inte har en signifikant påverkan på den beroende variabeln kan det antas att den har ett värde lika med noll (James et. Al. 2011).

P-värde: När regressionen utförs skattas som bekant en regressionslinje med OLS. För att testa om den skattade linjen är bra utförs en hypotesprövning som anger sannolikheten att de estimerade värdena stämmer. Nollhypotesen är att den estimerade parametern är lika med noll och mothypotesen är att den estimerade parametern är skild från noll. P-värdet anger sannolikheten att få ett mer extremt värde än det observerade värdet, givet att nollhypotesen är sann. P-värdet hjälper vid beslut av förkastning eller bekräftelse av nollhypotesen. Ekonomer använder ofta 5 procent signifikantsnivå vid statistiska test, vilket innebär att det endast är 5 procents sannolikhet att

framkomna resultatet beror på slumpen och således 95 procent sannolikhet att de estimerade värdet stämmer. Andra vanliga signifikantsnivåer är 1 och 10 procent (James et. Al. 2011).

6.2 Data

Vid datainsamling finns två typer att beakta, primärdata och sekundärdata. Primärdata innebär insamling av ny information exempelvis med hjälp av intervjuer och sekundärdata innebär insamling av redan existerande data som någon annan samlat in (Bryman A., 2008).

Till denna undersökning har sekundärdata används, insamling av data som behandlar fonder och fondinformation har huvudsakligen inhämtats genom fondinformationsbolaget Morningstar. Där har sortering av fonder gjorts med hjälp av bolagets automatiska kategorisering. Till datasetet hör även variabler som inte är kvantifierbara, dessa uttrycks i regressionsmodellen med hjälp av Dummy variabler. Dummy variabler är egenskapsvariabler och kan endast anta värdet noll eller ett. Ett värde lika med ett innebär att variabeln har en specifik egenskap och värde lika med noll innebär att variabeln inte har den specifika egenskapen.

Den statistiska analysen behandlar ett stickprov om totalt 60 fonder, varav 27 är etiska fonder och 33 är traditionella fonder. Utav de etiska fonderna är det 16 fonder som placerar i Sverige och 11 fonder som placerar i Europa. De traditionella fonderna är samtliga aktiefonder, detta för att matcha de etiska fonderna som samtliga har större delen av sin placering i aktier och i sin placeringsstruktur liknar aktiefonder. Utav aktiefonderna är 24 fonder inriktade på Sverige och 9 inriktade på Europa.

Enligt tidigare har en 10-årig tidsperiod valts för att analysera prestationen hos fonderna. Detta hade dock resulterat i ett litet stickprov och svagt resultat då antalet fonder som investerar i Sverige och matchar kravet för tidsperioden är få. Detta har medfört en ökning i datasetet med ett antal fonder som investerar i Europa. Detta antas inte skapa några problem i resultatet då detta skett för båda kategorierna och fonderna matchats utifrån samma egenskap, Region, Risk och typ av fond med avseende på att båda kategorierna innefattar aktiefonder.

6.2.1 Variabler

Prestationsmått som denna uppsats utgått från är valda för att de speglar olika prestationsegenskaper och på så vis ger en helhetsbild av prestationen för fonderna. Sharpekvoten är vald för att den till skillnad från övriga riskjusterade mått refererar till fondens totala risk istället för den systematiska risken och på så vis refererar till sina egna siffror istället för ett marknadsindex. Detta och det faktum att kvoten mäter den extra avkastning investeraren erhåller utöver den riskfria räntan med hänsyn till dess risk gör måttet fördelaktigt att använda vid jämförelse av fonder med olika typ. En svaghet med måttet är att risken mäts som standardavvikelse vilket baseras på att fonden är normalfördelad. Verkligheten speglas dock inte alltid av denna fördelning och i dessa fall kan Sharpekvoten vara missvisande. Detta kan ske för värdepapper där en större avkastning kommer att ske efter en lång period men där väldigt liten avkastning sker innan dess. I denna uppsats har detta försökts undvikas genom att välja en tidsperiod om 10 år.

Genomsnittlig avkastning är medtagen för att den visar genomsnittet på den faktiska avkastningen som investeraren får. Vetskap om att måttet inte är riskjusterat finns och är kontrollerat för genom att matcha de medtagna fonderna utifrån riskgrad. Då riskgraden är en indikation på förväntad avkastning anses detta vara tillräcklig.

Alfa är ett riskjusterat mått som beskriver hur mycket avkastningen för en tillgång avviker från marknadsportföljen, den jämförande marknadsportföljen är vanligtvis ett Index. Denna mäter i likhet med Treynorkvoten den systematiska risken och därför är endast en av dessa mått med i regressionsanalysen. Denna variabel anses intressant då Alfa även visar förvaltarens skicklighet att hämta extra avkastning. Förvaltaren för Etiska fonder kan anses arbeta under en särskild restriktion då de måste ta hänsyn till fler faktorer vid investering.

Morningstar rating är ett riskjusterat mått som är vida använt vid fondrating både i Sverige och Internationellt. Ratingen refereras till i många bankers egna fondlistor och är av Morningstar avsett fungera som en vägledning vid första steg av investeringsbeslutet. Just på grund av dess stora spridning och etablering anses detta mått vara viktigt att ha med i analysen då många investerare kommer i kontakt med denna betygsättning som är relativt enkel att förstå med tanke på dess utformning i stjärnor. En svaghet med detta rating system är dock att det kan vara svårt för gemeneman som tittar på betygen att veta avsikten och begränsningen med användning vid jämförelse av fonder. Då ratingen inte är avsedd att användas för att jämföra fonder i olika kategorier.

Dummyvariablerna *Etisk* och *Sverige* är medtagna för att se om de specifika egenskaperna har en påverkan på fondens prestation.

De oberoende variablerna *Årlig avgift %* och *Fondförmögenhet* är medtagna för att de anses ha betydelse för fondens prestation. I den årliga avgiften ingår förvaltningsavgiften samt kostnader för analyser, marknadsföring samt distribution av fonden. Avgiften är utformad på ett gemensamt sätt för alla länder i Europa. Fondens årliga avgift är medtagen för att den anses ha betydelse för investerare vid val av fond då människan allmänt sett är restriktiv med kostnader i onödan. Enligt studien, genomförd av fondbolagens förening, refererad till i introduktionen är dessutom avgiften den viktigaste informationen för investerare inför ett val. En viktig faktor som människor lätt kan missa är dock att den redovisade avkastningen är justerad för den årliga avgiften och därmed räcker det egentligen att titta på den. Förvaltningsavgiften utgör den största delen av den årliga avgiften och anger hur mycket förvaltaren tar ut i avgift för att förvalta fonden på bästa sätt. Detta antas kunna påverka fondprestationen då förvaltningsavgiften kan antas spegla förvaltarens insats och där högre avgift på så vis möjligen kan påverka resultatet positivt.

Fondförmögenheten är medtagen för att undersöka om fondens storlek har betydelse för dess avkastning. Storleken kan anses påverka fondprestationen om ett större och mer etablerat bolag skulle ha bättre möjlighet att framkalla avkastning, samtidigt kan man tänka sig att ett mindre relativt nystartad bolag också kan ha den effekten. Om första påståendet om att större bolag skulle ha lättare att generera avkastning än mindre skulle de etiska fonderna ha sämre förutsättningar. Det beror på att dessa generellt sett har en mindre fondförmögenhet jämfört med de traditionella och även är relativt nya på marknaden. Av den anledningen är det intressant att se om denna variabel har en effekt på prestationen.

Fondförmögenheten och den årliga avgiften är även variabler som är medtagna av många forskare vid tidigare studier av samma ämne, bland annat av Gregory och Whittaker samt Basso och Funari.

6.2.2 De studerade fonderna

Nedan följer tabell 2 med de studerade fonderna samt beskrivande statistik för de två kategorierna; etiska fonder och traditionella fonder.

Tabell 2: Medtagna fonder

Traditionella fonder	Etiska fonder
Handelsbanken AstraZeneca Allemansfond	Aktie-Ansvar Sverige
Catella Reavinstfond	Folksams tjänstemannafond SV
Carnegie Sverigefond	Folksam LO västfonden
Enter Sverige Pro	Folksam LO Sverige
AMF Aktiefond Sverige	SPP Aktiefond Sverige
Danske invest Sverige	Folksams Aktiefond Sverige
Catella Sverige Index A	Nordea Swedish star utd.
Swedbank Robur Sverigefond MEGA	Swedbank Robur Ethica Sverige Mega
Handelsbanken Mega Sverige Index	Nordea Swedish star icke utd.
Handelsbanken Sverigefond	Cicero SRI Sverige
Guide Aktiefond Sverige	Swedbank Robur Ethica Sverige
Handelsbanken Bosparfonden	SEB Etisk Sverigefond - Lux utd.
Bostadsrätterna	DNB Sverigefond A
XACT OMXSB	Skandia Världsnaturfonden
SKF Allemansfond	Skandia Cancerfonden
XACT OMXS30	Swedbank Robur Humanfons
SEB Sverigefond	Delphi Europé
Aktiespararna Topp Sverige	Aktie-Ansvar Europa
Enter Sverige	Seligson& Co Europa-Indexfond
Swedbank Robur Sverigefond	Sarasin Sustainable Eq Eurp P EUR dist.
Öhman Sverigefond	Pictet European Sustainable Eq-P EUR
SEB Sverigefond Chans/Risk	Öhman Etisk index Europa
Nordea Sverigefond	SPP Aktiefond Europa
Nordea Alfa	Pictet European Sustainable Eq-R EUR
Nordea Olympia	Folksams Aktiefond Europa
Danske Invests Sverige/Europa	SEB Etisk Europafond-Lux
Invesco Pan European Equity A Acc	Candriam Sust Europé C Acc
Danske Invest Europa	
F&C European Equity A	
Invesco Pan Europe Structured Eq A Acc	
JMP Europe Dynamic A (dist.)-EUR	
Danske Invest Europe Focus A	
Jupiter JGF European Opportunities L €	
Aberdeen Global European Equity A2	

Tabell 2: Tabellen visar vilka fonder som ingår i studien. I den vänstra spalten redovisas de traditionella fonderna och i den högra spalten de etiska fonderna Källa: Egen bearbetning.

6.2.3 Beskrivande statistik

Tabell 3: Beskrivande statistik för de etiska fonderna

Etiska fonder	Medelvärde	Standard- avvikelse	Minimum	Maximum	Antal
Etisk	1	0	1	1	27
Sverige	0,59	0,5	0	1	27
Årlig Avgift %	1,16	0,53	0,21	2,11	27
Fondförmögenhet (miljoner)	3008,2	5001,22	81,7	25548,8	27
KIID	5,96	0,19	5	6	27
Sharpekvot	0,41	0,14	0,1	0,6	27
Genomsnittlig avkastning	8,09	2,8	2,9	11,4	27
Alfa	0,25	1,75	-3,3	3,5	27
Morningstar rating	3,07	0,87	1	5	27

Tabell 4: Beskrivande statistik för de traditionella fonderna

Traditionella fonder	Medelvärde	Standard- avvikelse	Minimum	Maximum	Antal
Etisk	0	0	0	0	33
Sverige	0,73	0,45	0	1	33
Årlig avgift %	1,26	0,56	0,3	2,5	33
Fondförmögenhet (miljoner)	7003,92	8120,58	88	31745	33
KIID	5,97	0,3	5	7	33
Sharpekvot	0,51	0,1	0,2	0,7	33
Genomsnittlig avkastning	9,8	1,8	4,6	12,6	33
Alfa	1,68	2,51	-3,7	11	33
Morningstar	3,58	1,15	1	5	33

7. Resultat

I denna uppsats är fyra beroende variabler medtagna varav två av dessa är Dummy variabler.

Modellen som används i denna uppsats följer i ekvation 7 nedan, vidare följer en kortare beskrivning av dess betydelse i tabell 5.

$$(7) \text{ Prestation} = B_0 + B_1 \text{Etisk} + B_2 \text{Sverige} + B_3 \text{Avgift} + B_4 \text{Förmögenhet} + E$$

Tabell 5: Beskrivning av de medtagna variablers betydelse

Beroende variabel	Betydelse
Prestation	Prestationsmått för fonder, 1) Sharpekvoten 2) Alfa 3) Genomsnittlig avkastning 4) Morningstar rating
Oberoende variabler	Betydelse
Etisk	Dummy variabel för angivning om fonden är etisk eller inte. 1=etisk, 0=Traditionell
Sverige	Dummy variabel för angivning av region som fonden placerar i. 1= Sverige, 0= Europa
Avgift	Fondens årliga avgift i procent
Förmögenhet	Fondens totala förmögenhet
E	Felterm, antas vara 0

7.1 Regressionsstatistik

Resultatet av samtliga regressionsanalyser följer nedan i Tabell 6. Resultatet för varje regression presenteras i varsin kolumn.

Tabell 6: Regressionsstatistik

Oberoende variabler \ Beroende variabler	Sharpekvot	Alfa	Genomsnittlig avkastning	Morningstar rating
Konstant	0,41 (0,05)***	0,68 (1,13)*	7,38 (0,73)***	4,9 (0,49)***
Etisk	- 0,07 (0,03)***	- 1,08 (0,6)*	- 1,09 (0,38)***	- 0,6 (0,26)**
Sverige	0,14 (0,03)***	1,03 (0,65)	3,63 (0,42)***	- 1,05 (0,28)***
Årlig avgift	- 0,02 (0,03)	- 0,11 (0,57)	- 0,43 (0,37)	- 0,58 (0,24)**
Fondförmögenhet	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)*	0,00 (0,00)
Standardfel	0,1	2,16	1,38	0,93
R2	0,47	0,18	0,7	0,28
Justerad R2	0,43	0,12	0,68	0,23

Tabell 6: Resultat av regressionsanalyserna. Förklarande variablerna anges i kolumnen längst till vänster och de beroende variablerna, prestationsmåten, anges i raden högst upp. För varje förklarande variabel ange regressionskoefficient samt standardavvikelse i parantes och signifikantsnivå i asterisker. ***=signifikant på 1 % -nivå ($p \leq 0,01$), ** =signifikant på 5 % -nivå ($p \leq 0,05$), * =signifikant på 10 % -nivå ($p \leq 0,1$). Standardfel samt förklaringsgrad och justerad förklaringsgrad anges längst ner i tabellen. Källa: Egen bearbetning

7.2 Tolkning av regressionsstatistik

I detta kapitel tolkas resultaten för varje regression

Tolkning av regression med Sharpe som prestationsmått

Den justerade förklaringsgraden för regressionen är 43 procent, vilket innebär att variationen i de medtagna variablerna förklarar 43 procent av variationen i Sharpekvoten i detta fall. Standardfel är 0,1 vilket innebär att spridningen runt regressionslinjen är relativt låg. De förklarande variablerna som har signifikant påverkan på Sharpekvoten enligt regressionsanalysen är om fonden är Etisk eller inte samt om fonden investerar i Sverige eller inte. Båda variablerna är signifikanta på 1 procentsnivå vilket innebär att sannolikheten att resultatet beror på slumpen endast är 1 procent således är

konfidensnivån 99 procent. Koefficienten för *Etisk* är -0,07 vilket innebär att Sharpekvoten förväntas vara 0,07 enheter lägre om det rör sig om en Etisk fond och koefficienten för *Sverige* är 0,14 vilket innebär att Sharpekvoten förväntas öka med 0,14 enheter om det rör sig om en svensk fond. Den *årliga avgiften* och *fondförmögenheten* har ingen signifikant påverkan på Sharpekvoten, därmed kan nollhypotesen för dessa variabler bekräftas och dessa kan antas ha ett värde lika med noll och därmed inte påverka Sharpekvoten.

Tolkning av regression med Alfa som prestationsmått

Den justerade förklaringsgraden för regressionen är 12 procent, vilket är relativt lågt. Detta innebär att variationen av de medtagna variablerna endast förklarar 12 procent av variationen i Alfa. *Etisk* är den enda förklarande variabeln som har en statistik signifikant effekt på prestationsmålet, den är signifikant på 10 procents nivå och har en koefficient lika med -1,08. Detta innebär att en Etisk fond väntas minska Alfa med 1,08 enheter. Att förklaringsgraden i denna regression är låg kan bero på att fler variabler behöver inkluderas. Vid inkludering av fler variabler kan även signifikantsnivå ändras för de nuvarande variablerna, i nuläget kan dock endast konstateras att *Etisk* är signifikant och resterande variabler kan anses vara lika med noll. Standardfel för regressionen är 2,16 vilket tillsammans med ett lågt R^2 indikerar att det är en svag regression och att medtagna variabler endast förklarar den beroende variabeln till liten del.

Tolkning av regression med genomsnittlig avkastning som prestationsmått

Den justerade förklaringsgraden för regressionen är 68 procent, vilket innebär att variationen i de medtagna variablerna förklarar variationen i den genomsnittliga avkastningen med 68 procent. De signifikanta variablerna är *Etisk* och *Sverige* samt *Fondförmögenhet*. *Etisk* och *Sverige* är signifikanta på 1 % -nivå och *Fondförmögenhet* är signifikant på 10 % -nivå. Koefficienterna för variablerna är -1,09 respektive 3,36 och 0,00. Detta innebär att en etisk fond förväntas minska den genomsnittliga avkastningen med 1,09 enheter och en svensk fond förväntas öka den genomsnittliga avkastningen med 3,36 enheter. Fondförmögenheten förväntas inte påverka den genomsnittliga avkastningen. Detta resultat kan dock vara lite missvisande. Detta på grund av att antalet fonder som investerar i Europa är begränsat i detta stickprov och kan inte anses spegla de Europeiska fondernas genomsnittliga avkastning. Detta anses dock vara en stark indikation på att detta samband existerar. *Årlig* avgift har p-värde större än 0,05 vilket innebär att nollhypotesen för denna kan bekräftas och den kan anses ha ett värde lika med noll. Standardfel för regressionen är 1,39 vilket är acceptabelt, särskilt med en hög förklaringsgrad.

Tolkning av regression med Morningstar rating som prestationsmått

Den justerade förklaringsgraden för regressionen är 23 procent. Detta innebär att variationen i de medtagna variablerna förklarar variationen i Morningstar rating med 23 procent, vilket är relativt lågt särskilt då de förklarande variablerna angavs ha betydelse i betygssättnings system. Utav förklaringsvariablerna är likväl tre av fyra signifikanta; *Etisk*, *Årlig avgift* samt *Sverige*. *Etisk* och *Årlig avgift* är signifikanta på 5 procentsnivå och har koefficienter -0,6 respektive -0,58. Vilket innebär att båda har en negativ effekt på Morningstar rating där en etisk fond förväntas minska prestationsmåttet med 0,6 enheter och en ökning av den årliga avgiften med en enhet förväntas minska prestationsmåttet med 0,58 enheter. Koefficienten för *Sverige* är -1,05 vilket innebär att en svensk fond förväntas minska fondbetyget med 1,05 enheter. *Fondförmögenheten* är inte signifikant och kan därmed inte anses ha en effekt på prestationsmåttet.

9. Diskussion och Slutsats

I detta kapitel diskuteras uppsatsen främst med hänsyn till metod och resultatet därpå presenteras slutsatsen av utförd analys.

Målet med denna uppsats var att besvara huruvida det förkommer en skillnad i fondprestation mellan etiska fonder och traditionella fonder. För att göra detta har sambandet mellan totalt 60 fonder varav 27 etiska, undersökts genom fyra regressionsanalyser. Resultatet från samtliga har varit likartad där den gemensamma faktorn för analyserna var att den etiska egenskapen har en negativ statistiskt säkerställd påverkan på fondprestationen, vilket innebär att uppsatsens hypotes om att avkastningen är lägre för en etisk fond kan bekräftas.

Undersökningsmetoden är vald med anledning av regressionens fördelaktiga egenskaper där resultatet både indikerar om de oberoende variablerna har en signifikant inverkan på den beroende variabeln, samt indikerar effekten på den beroende variabeln. Kännedomen om effekterna på den beroende variabeln är väldigt intressanta och passande för att besvara uppsatsens frågeställning. En svaghet med regressionsanalys är dock att det kan vara svårt att få med alla förklarande variabler som kan ha en inverkan på den beroende variabeln. Dels på grund av att alla variabler inte går att uttrycka i numeriska värden och dels på grund av att verkligheten är mer komplex än vad som går att uttrycka i en regressionsmodell.

När det gäller den riskjusterade avkastningen, Sharpekvoten, som mäter den totala risken kan konstateras att de etiska fonderna har en sämre riskjusterad avkastning jämfört med traditionella fonder. Liknande slutsats härleds av resultatet för den genomsnittliga avkastningen som mäter den faktiska genomsnittliga avkastningen som investeraren får och Alfa som mäter prestationen i jämförelse med en marknadsportfölj. Morningstar rating påvisade motsvarande resultat där den etiska fonden likartat visade en negativ effekt på detta prestationsmått.

Det sammantagna resultatet är som tidigare nämnt att den etiska egenskapen har en negativ påverkan på fondprestationen. Detta kan som tidigare nämnts bero på att dessa fonder lyder under särskilda restriktioner och därmed inte har lika stor möjlighet till att utsätta sig för risker när de förvaltas. Trots att effekten enligt undersökningen är negativ kan den hypotetiskt antas vara liten i jämförelse med den nytta man upplever som SRI investerare, för att kunna dra den slutsatsen måste dock studier gällande nyttan av etiska fonder utföras.

Slutsatsen som uppsatsen drar gällande negativ effekt på fondprestationen och därmed lägre avkastning för en etisk fond liknar resultaten för Havemann & Websters studie som utfördes på fonder i Storbritannien och även Basso & Funaris studie som utfördes på olika fonder i Europa, vilka visade att etiska fonder i genomsnitt gav lägre avkastning. Det skiljde sig däremot från resultaten på franska fonders prestation utförd av Leite och Ceu Cortez, 2011 där ingen signifikant påverkan av den etiska egenskapen kunde påvisas. Orsaken till att resultaten skiljer sig mellan forskarna i denna fråga kan dels bero på skillnad i metod som använts för forskningen, landet som forskningen utförts, tidsintervallet som studien omfattar samt slumpen.

Om resultatet i denna uppsats speglar verkligheten innebär det i praktiken att de etiska fonderna har en sämre riskjusterad avkastning, sämre genomsnittlig avkastning och sämre riskjusterad avkastning i jämförelse med sitt marknadsindex än de traditionella fonderna. Därmed måste personer som investerar i dessa fonder offra en del av den avkastning de hade kunnat förvänta sig om de investerat i en traditionell fond. För att vara beredd att avstå en del avkastning måste därmed investerare ha mer altruistiska än egoistiska preferenser och således värdera omgivningen och nyttan den medför i och med den ansvarsfulla investeringen lite mer än sin egen avkastning.

Människan kan dock tänkas vara ganska egoistisk och ofta mer beredd att göra gott för samhället inför andra där även uppskattning och bekräftelse kan fås, såsom när individer handlar öppet eller skänker pengar till välgörenhet öppet. Den bekräftande uppskattningen finns dock inte vid en personlig investering vilket kan leda till färre ställningstagande för denna vara jämfört med andra, trots att nyttan kan antas vara hög. I det sammanhanget har företag som investerar etiskt en fördel då de kan visa upp sitt goda beteende och få bekräftelse i form av kunder med etiska preferenser.

Att investeringen av de etiska fonderna medför en uppoffring av avkastning jämfört med traditionella fonder är inget som framgår eller indikeras om i någon av storbankernas, Swedbank, Nordea, SEB, Handelsbanken, hemsidor. Om även rådgivarna på instituten har samma brist på förmedling av de negativa sambandet mellan avkastning och etiska fonder är detta särskilt anmärkande. Synnerligen för att 51 procent av investerarna, enligt undersökningen utförs av fondbolagensförening som nämns i introduktionen, placerar sina pengar utifrån råd från rådgivare. För att kunna ta ett riktigt beslut och

uppleva nyttan måste investerarna få all information annars kan rådgivare anses handla oetiskt gentemot kunder och potentiella kunder.

Med dagens regelverk läggs väldigt stor börda på investeraren där denne själv måste läsa analyser och redovisningar om hur och varför fonden anges vara etisk. En vanlig småsparare kanske inte har viljan eller kompetensen att förstå analyserna och endast investerar för att fonden anges vara etisk. Detta kan leda till att fondbolag fångar investerare med etiska preferenser genom att endast ange att fonden är etisk medan etiken i själva verket kanske inte är så stor då regelverket kring etiska fonder är begränsat. I sådana fall kan uppoffringen vara större än nyttan som upplevs vilket kan uppfattas som orimligt.

För att öka de etiska fondernas utspridning tror jag att de krävs en juridisk definition på vad en etisk fond är så att investerare kan säkerställa att det som utger sig vara en etisk fond faktiskt lyder under lag. Ett annat alternativ är en gemensam märkning för de etiska fonderna där en oberoende organisation märker de etiska fonderna som lever upp till särskilda regler, likt KRAV märkningen för mat. Då tidigare nämnd undersökning indikerar på att viljan till etisk investering finns kan osäkerhet kring regelverket vara en bidragande faktor till att ställningstagande inte utförs. Med en gemensam märkning eller lagstiftning tror jag att nyttan ökar vid investering i etiska fonder konsumentöverskottet för denna "vara" kan fångas upp. Till följd av detta anser jag att framtida forskning bör undersöka vad efterfrågan av de etiska fonderna styrs av för att lättare kunna möta investerarnas preferenser och även undersöka möjligheten att lagstifta alternativt skapa gemensam märkning för etiska fonderna.

10. Referenser

Litteratur

Bollen, N. P. (2006). Mutual Fund Attributes and Investor Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40.

Bryman, A. (2008). *Samhällsvetenskapliga metoder* . Stockholm: Liber .

James H. Stock, M. M. (2011). *Introduction to Econometrics* . Essex : Pearson education .

Mats Beckman, M. B.-P. (2013). *Rådgivning på värdepappersmarknaden* . Stockholm: Liber.

Rapporter

Committee of European securities regulators (2010). *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*. CESR/10-673

Artiklar

Basso, A. & Funari, S. (2003). *Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach* *Journal of Operational Research Society*, 54.

Ceu Cortez M., Leite P. (2011). *Performance and performance persistence of European socially responsible funds. French evidence*.

Fernandez-Izquierdo, A. & Matallin-Saez, J. (2008). *Performance of Ethical Mutual Funds in Spain: Sacrifice or Premium?* *Journal of Business Ethics*. 81.

Gregory, A., & Whittaker, J. (2007). Performance and Performance Persistence of "Ethical" Unit Trusts in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34.

Havemann R., Webster P. (1999). *Does ethical investment pay?* Ethical investment research service

Internet

Fondbolagens förening, a. *Studier och undersökningar*
<http://www.fondbolagen.se/Studier/Studier/>
[2014-04-10]

Fondbolagens förening, b. *Etiska nämnden för fondmarknadsföring*
<http://www.fondbolagen.se/Juridik/ENF/>
[2014-05-02]

Finansportalen, *Fondskolan*
<http://www.finansportalen.se/fondskolan.htm>
[2014-04-15]

Fondmarknaden, *Aktiefonder*
<http://www.fondmarknaden.se/Fonder/Kategori/Aktiefonder.aspx>
[2014-04-15]

Fondmarknaden, b. *Räntefonder*
<http://www.fondmarknaden.se/Fonder/Kategori/Rantefonder.aspx>
[2014-04-15]

Fondmarknaden, c. *Hedgefonder*

<http://www.fondmarknaden.se/Fonder/Kategori/Hedgefonder.aspx>

[2014-04-16]

Fondmarknaden, d. *Etikfonder*

<http://www.fondmarknaden.se/Fonder/Kategori/Etikfonder.aspx>

[2014-04-20]

Fondbolagen. ENF: *Nya regler för marknadsföring av etikfonder*

<http://www.fondbolagen.se/Aktuellt/Pressmeddelanden/2009/ENF-Nya-regler-for-marknadsforing-av-etikfonder/>

[2014-05-14]

Investopedia, *Sharpekvoten*

<http://www.investopedia.se/lexikon/s/sharpekvoten/>

[2014-04-26]

Morningstar, *Sharpekvot*

<http://www.morningstar.be/be/news/article.aspx?articleid=76848&categoryid=488>

[2014-04-26]

Morningstar, *Morningstar Rating*

<http://www.morningstar.se/Article.aspx?title=rating>

[2014-04-26]

Nationalekonomi, *Mikroteori anteckningar, Osäkerhet*

<http://nationalekonomi.hannes.se/fortsaettningskurs/mikroteori-anteckningar#TOC-Os-kerhet>

[2014-04-27]

Principles for responsible investments, *The six principles*

<http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>

[2014-03-16]

Riskdagen (2013). *Lag (2004:46) om värdepappersfonder*

http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Lagar/Svenskforfattningssamling/Lag-200446-om-vardepappersf_sfs-2004-46/

[2014-04-13]

Veckans affärer, *Etiska fonder på väg ut*

<http://www.va.se/va-hallbarhet/etiska-fonder-pa-vag-ut-439959>

[2014-05-22]